

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	11.016.701	5.559.960	31.440.728	4.103.040	7.463.474
Konusu Kalmayan Karş. (Şüpheli Alacak Karşılığı)	-	669.077	15.630	16.220	590
Cari Dönem Reeskont Geliri	1.413.007	482.393	837.129	255.979	489.779
Önceki Dönem Reeskont İptali	314.516	993.182	1.268.984	1.268.984	1.919.695
Kur Farkı Gelirleri	8.475.327	1.511.929	29.098.807	2.513.362	4.649.244
Mutabakat Ve Yuvarlama Farkları	32.860	1.718.917	-	-	-
Yansıtılan Gelirler	335.629	13.369	-	-	-
Faiz Geliri	371.348	-	-	-	-
Diğer Olağan Dışı Gelir ve Karları	74.014	171.093	220.178	48.495	404.166
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-12.219.242	-7.459.932	-25.680.591	-7.142.853	-7.103.415
Şüpheli Alacak Karşılık Gideri	-347.739	-1.907.961	-1.926.510	-281.531	-2.331.193
Dava Karşılık Gideri	-	-12.008	-	-	-
Cari Dönem Reeskont Gideri	-993.182	-1.268.984	-1.919.695	-2.040.643	-937.708
Önceki Dönem Reeskont İptali	-467.053	-1.413.007	-482.393	-482.393	-837.129
Kur Farkı Giderleri	-9.866.946	-2.265.308	-19.763.181	-2.870.769	-2.443.682
Diğer Olağandışı Gider ve Zararlar	-544.322	-592.663	-1.588.812	-1.467.517	-553.703
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/(Giderler) (Net)	-1.202.541	-1.899.972	5.760.137	-3.039.813	360.059

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.1.5. Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/Giderler

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden sağlanan gelir ve gider tablosu aşağıda sunulmuştur. 2021 – 2025 yıllarına dair yapılan projeksiyonlarda söz konusu kalem değerlemeye katılmamıştır.

YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GELİRLER/GİDERLER					
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	243.843	1.345.512	2.175.962	550.795	6.861.840
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-1.049.636	-1.794.567	-270.285	-135.360
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/(Giderler) (Net)	243.843	295.876	381.395	280.510	6.726.480

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	243.843	1.345.512	2.175.962	550.795	6.861.840
Vadeli mevduat faiz gelirleri	192.722	25.292	16.719	5.441	59.120
Yatırım Faaliyetlerinden Kur Farkı Gelirleri	-	-	-	-	2.189.542
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlık Satış Karı	50.999	1.733	237.977	489.829	-
Hisse Seneti GUD Farkı	-	-	137.597	-	-
Eurobond Kupon Geliri	-	-	206.998	-	582.529
Menkul kıymet satış geliri	122	1.318.487	-	-	6.377
Türev İşlemlerinden Gelirler (VİOP)	-	-	1.576.671	55.525	4.024.273
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler(-)	-	-1.049.636	-1.794.567	-270.285	-135.360
Yatırım Faaliyetlerinden Kur Farkı Giderleri	-	-	-1.507.566	-	-
Menkul kıymet satış zararı	-	-360.453	-	-	-
Menkul kıymet değer düşüklük	-	-	-55.234	-	-32.413
Türev İşlemlerinden Gelirler (VİOP)	-	-689.183	-231.767	-270.285	-102.947
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/(Giderler) (Net)	243.843	295.876	381.395	280.510	6.726.480

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.1.6. Kârlılık

Şirket'in ana faaliyetinin uzun soluklu taahhüt projeleri olması itibarıyla alınan bazı büyük projelerde daha az kar barındıran malzeme kısmının, gelir ve maliyetleri ile daha karlı olan mühendislik ve saha hizmetleri farklı yıllara yansiyabilmektedir. Dolayısıyla brüt kar marjları yıldan yıla dalgalanabilmektedir.

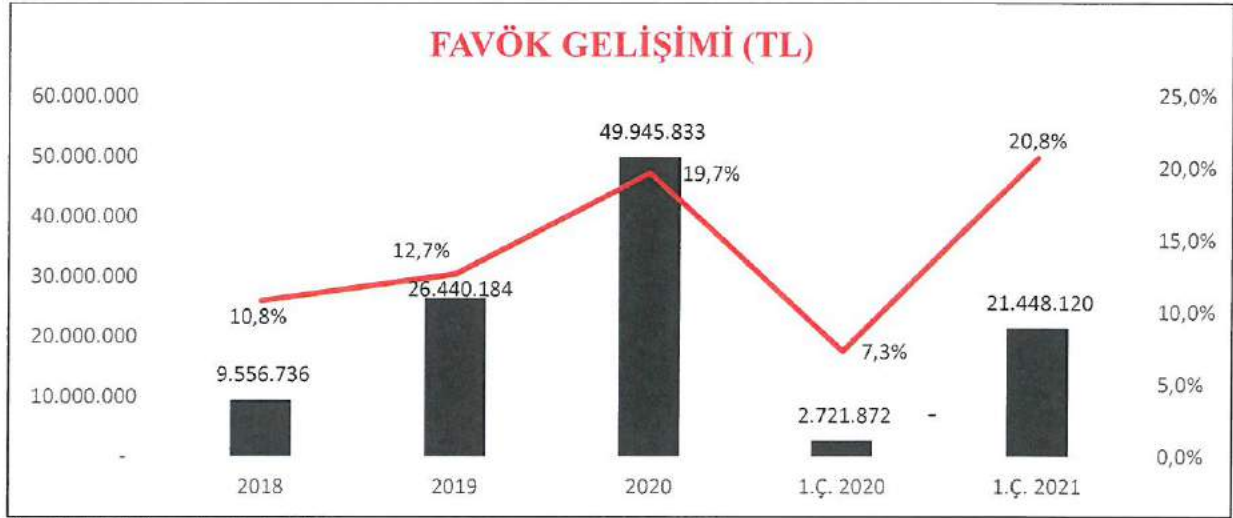
Brüt kar marjı 2018 ve 2019'da sırasıyla %19,07 ve %25,87 iken 2020 yılında %33,50 olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjı çeyrek bazda incelendiğinde ise 2020 yılının ilk çeyreğinde %29,3 iken 2021 yılının aynı döneminde %36,5 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in FAVÖK marjı son üç yılda önemli oranda yükselmiştir. Şirket'in FAVÖK marjı 2019 ve 2020 yıllarında bir önceki yıla göre sırasıyla %177 ve %89 artmıştır. 2020 yılında FAVÖK marjındaki artışın temel nedeni bir önceki yıla oranla %7 azalan satılan malın maliyetinden kaynaklanmaktadır. FAVÖK, 2018 yılına kıyasla yaklaşık 5,23 kat büyümüştür.

Şirket'in net karı 2019 senesinde bir önceki seneye göre %263 artmıştır. 2020 senesine baktığımızda ise net kar bir önceki senenin aynı dönemine kıyasla %69 artmıştır. Net kar marjı son 3 tam senede sırasıyla %5,53, %8,49, %11,80 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılının ilk çeyrek finansalları incelendiğinde net karın ve net kar marjının bir önceki senenin aynı dönemine kıyasla sırasıyla %681 ve %180 arttığı gözlemlenmektedir.

KARLILIK					
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Brüt Kâr	16.814.422	53.902.012	84.909.088	10.861.314	37.663.294
Değişim Y/Y	-	221%	58%	-	247%
Brüt Kar Marjı	19,07%	25,87%	33,50%	29,30%	36,50%
FAVÖK	9.556.536	26.440.184	49.945.833	2.721.872	21.448.120
Değişim Y/Y	-	177%	89%	-	688%
FAVÖK Marjı	10,80%	12,70%	19,70%	7,30%	20,80%
Net Kar	4.872.216	17.688.652	29.912.293	2.107.700	16.460.925
Değişim Y/Y	-	263%	69%	-	681%
Net Kar Marjı	5,53%	8,49%	11,80%	5,69%	15,93%

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.2.Bilanço

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.03.2021 tarihli bilançosu aşağıda sunulmuştur:

BİLANÇO (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Dönen Varlıklar	69.573.490	125.808.738	246.499.688	213.947.227
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.831.559	6.572.041	53.117.914	52.820.238
Finansal Yatırımlar	-	-	18.511.227	11.168.228
Ticari Alacaklar	34.058.905	52.334.335	69.593.494	53.713.136
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>31.047.913</i>	<i>52.326.045</i>	<i>67.053.347</i>	<i>49.290.931</i>
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>3.010.992</i>	<i>8.290</i>	<i>2.540.147</i>	<i>4.422.205</i>
Diğer Alacaklar	2.500.122	31.880	544.741	185.813
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>46.345</i>	<i>30.191</i>	<i>544.741</i>	<i>185.813</i>
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>2.453.777</i>	<i>1.689</i>	-	-
Müşteri sözleşmelerinden doğan varlıklar	8.644.704	53.198.078	52.341.833	52.104.688
Stoklar	4.403.466	3.358.551	1.302.431	2.560.146
Peşin Ödenmiş Giderler	6.839.789	4.163.455	42.205.906	31.118.210
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	608.963	1.121.877	1.630.362	1.922.252
Diğer Dönen Varlıklar	6.685.983	5.028.521	7.251.780	8.354.516
Duran Varlıklar	1.529.091	1.997.672	10.312.234	12.163.372
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	123.445
Maddi Duran Varlıklar	1.415.134	1.931.720	10.206.169	11.952.974
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	113.957	65.952	106.065	86.953
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	<i>1.451</i>	-	<i>86.667</i>	<i>79.193</i>
<i>Kullanım Hakkı Varlıkları</i>	<i>112.506</i>	<i>65.952</i>	<i>19.398</i>	<i>7.760</i>
TOPLAM VARLIKLAR	71.102.581	127.806.410	256.811.922	226.110.599

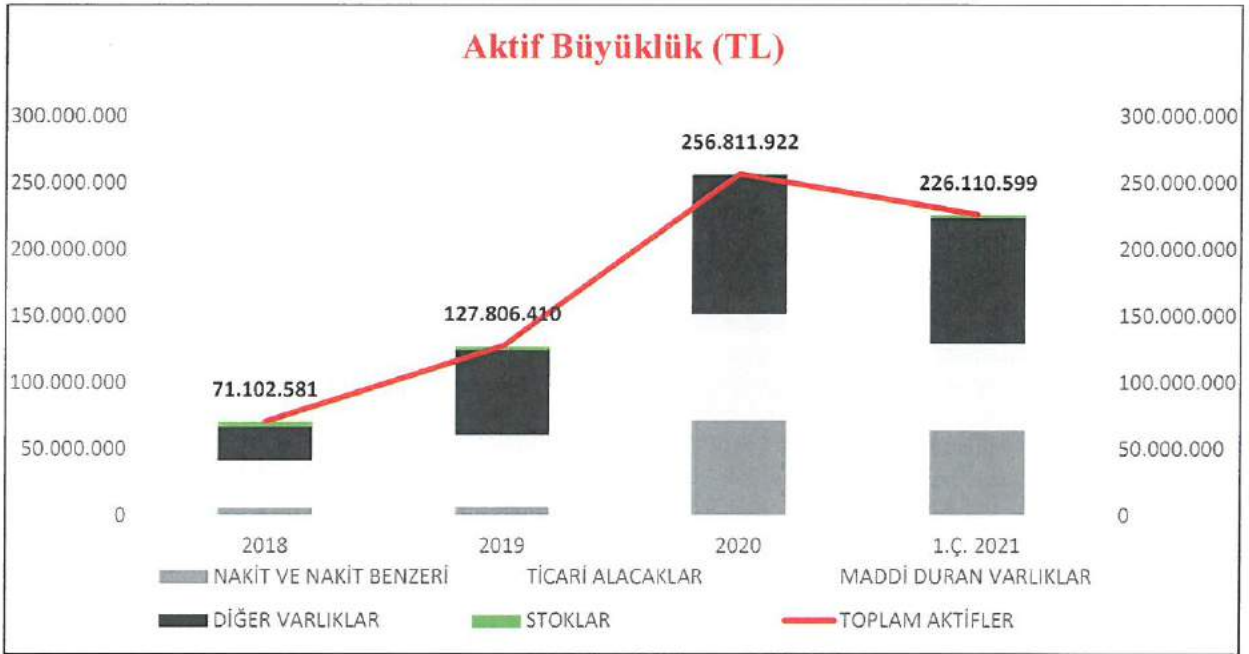
Kısa Vadeli Yükümlülükler	63.692.352	98.554.652	170.175.858	117.429.351
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2.259.501	16.132.292	38.738.583	42.475.993
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.731.234	2.269.236	8.475.518	9.687.587
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	60.000	60.000	23.982	9.794
Ticari Borçlar	28.591.638	32.076.067	30.006.755	21.181.947
<i>-İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar</i>	28.590.720	16.924.214	28.473.405	19.733.540
<i>-İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar</i>	918	15.151.853	1.533.350	1.448.407
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	818.361	579.715	953.850	1.368.573
Diğer Borçlar	-	3.310.237	-	-
<i>-İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar</i>	-	3.310.237	-	-
Ertelemiş Gelirler	23.871.932	38.715.495	91.048.498	39.944.085
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	131.150	295.865	599.682	2.113.569
Kısa Vadeli Karşılıklar	79.660	104.007	298.990	617.803
<i>-Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	-	12.008	12.008	12.008
<i>-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	79.660	91.999	286.982	605.795
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.148.876	5.011.738	30.000	30.000
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.865.613	7.022.738	23.139.789	28.805.219
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.291.296	1.923.551	11.774.265	11.658.845
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	58.450	15.156	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	253.517	343.840	739.417	1.040.718
<i>-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	253.517	343.840	739.417	1.040.718
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	262.350	4.740.191	10.626.107	16.105.656
ÖZKAYNAKLAR	4.544.617	22.229.019	63.496.275	79.876.029
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4.544.617	22.229.019	63.496.275	79.876.029
Ödenmiş Sermaye	5.000.000	5.000.000	20.000.000	20.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	56.885	52.635	-175.442	-256.614
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	-5.384.484	-512.268	13.759.424	43.671.717
Net Dönem Karı / Zararı	4.872.216	17.688.652	29.912.293	16.460.925
TOPLAM KAYNAKLAR	71.102.581	127.806.410	256.811.922	226.110.599

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.2.1. Aktif Büyüklük

31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla Şirket'in toplam aktif büyüklüğü 256,81 milyon TL olup, bir önceki yılın aynı dönemine göre %101 artış göstermiştir.

2021 yılının ilk çeyrek finansallarına göre toplam aktifler yaklaşık 226,1 milyon TL'dir. Aktiflerin %28'ini nakit ve nakit benzeri (finansal yatırımlar nakit ve nakit benzeri olarak değerlendirilmiştir), %5'ini maddi duran varlıklar, %1'ini stoklar, %24'ünü ticari alacaklar ve %42'sini ise diğer varlıklar kalemi oluşturmaktadır.



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

3.2.1.1. Nakit ve benzerleri:

Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 2019 yılında bir önceki seneye göre %12,7 artarak 6,6 milyon TL olurken, 2020 yılında yıllık bazda 8 katına çıkarak 53,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılındaki artış Şirket'in Euro bazlı vadesiz mevduatının 38,2 milyon TL'ye yükselmesi sebebiyle gerçekleşmiştir (2019: 1,0 milyon TL). 2021 yılının ilk çeyreğinde nakit ve nakit benzerleri 52.820.238 TL olarak gerçekleşmiştir.

*Finansal yatırımlar kaleminde bulunan menkul kıymet bakiyeleri de net borç değeri hesaplanırken nakit benzeri olarak kabul edilmiştir. (31.12.2020 tarihli denetim raporuna göre 18.511.227 TL, 31.03.2021 tarihli denetim raporuna göre 11.168.228 TL)

**Nakit ve Nakit benzerlerinde yer alan "blokeli mevduatlar" kalemi net borç değeri hesaplanırken değerlemeye katılmamıştır. (bkz. 3.2.3)

3.2.1.2. Ticari Alacaklar:

Şirket'in ticari alacakları 2019 yılında bir önceki yıla göre %53,7 artış ile 52,3 milyon TL olurken, 2020 yılında yine yıllık bazda %33,0 artışla 69,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Ticari alacaklardaki artışlar 2019 yılında alıcılar kalemindeki, 2020 yılında ise alacak senetlerindeki artışlardan kaynaklanmaktadır. Alacak senetleri müşteri çeklerinden oluşmaktadır. 31.03.2021 döneminde yapılan tahsilatlar ve müşteri vadelerinde yaşanan iyileşme ticari alacakların azalmasını sağlamıştır. 31.03.2021 tarihinde ticari alacaklar 53,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

3.2.1.3. Diğer Alacaklar:

Şirket'in diğer alacaklarında önemli yer tutan bir diğer kalem müşteri sözleşmelerinden alacaklar ve borçlar kalemi olmuştur. Bu kalem devam eden taahhüt sözleşmelerinden doğan alacak ve borçlardan oluşmaktadır. 2019 yılında 2018 yılına göre 6 kat artan kalem, 2020 yılında ise bir önceki yıla oranla %1,6 azalmıştır. 31.03.2021 tarihinde müşteri sözleşmelerinden oluşan alacak tutarı 52.104.688 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu tutar 2020 seviyelerine yakın bir düzeydedir.

3.2.1.4. Stoklar:

Şirket'in stokları ilk madde ve malzemeden oluşmaktadır. Yıllara göre bakıldığında stokların düşüş eğiliminde olduğu anlaşılmaktadır. 2018 yılında yaklaşık 4,4 milyon TL olan stoklar, 2020 yılında 1,3 milyon TL'ye düşmüştür. 2021 yılının 1.çeyreğinde ise 2,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

3.2.1.5. Duran Varlıklar:

Şirket faaliyetleri proje bazlı olduğundan duran varlıkları bilançosunda önemli bir yer kaplamamaktadır. 2020 yılında maddi duran varlıklardaki %428'lik artışla birlikte, toplam duran varlıklar da %416 artış göstermiştir. Bu artış genel merkez binasının alımı ile ilgilidir. 2020 yılında satın alınan binanın akıllı ve çevreci bir binaya dönüştürülmesi için 2021 yılının ilk çeyreğinde yatırımlar devam etmiş ve binalar hesabı %15 artış göstermiştir. Bu artışın etkisiyle duran varlıklar 12,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

3.2.2. Mali Yapı Oranları

MALİ YAPI ORANLARI	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler / Toplam Aktifler)	%94	%83	%75	%65
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	%90	%77	%66	%52
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	%4	%5	%9	%13
Özkaynaklar/Aktif Toplamı	%6	%17	%25	%35
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	14,65x	4,75x	3,04x	1,83x

Kaynak: Şirket Bağımsız Deneetim Raporları

Kaldıraç oranı, Şirket'in aktifleri ile yükümlülüklerini karşılama oranını göstermektedir. Şirket'in kaldıraç oranı incelendiğinde 2018 yılından 2020 yılına yaklaşık %20'lik iyileşme gözlemlenmektedir. 2021 senesi ilk çeyreği incelendiğinde olumlu yönde ayrışmanın devam ettiği ve kaldıraç oranının %65'e düştüğü gözlemlenmektedir. Kaldıraç oranı hesaplanırken dikkate alınan toplam yükümlülüklerde ağırlıklı pay aşağıda da anlatıldığı üzere kısa vadeli borçlar kaleminde dir.

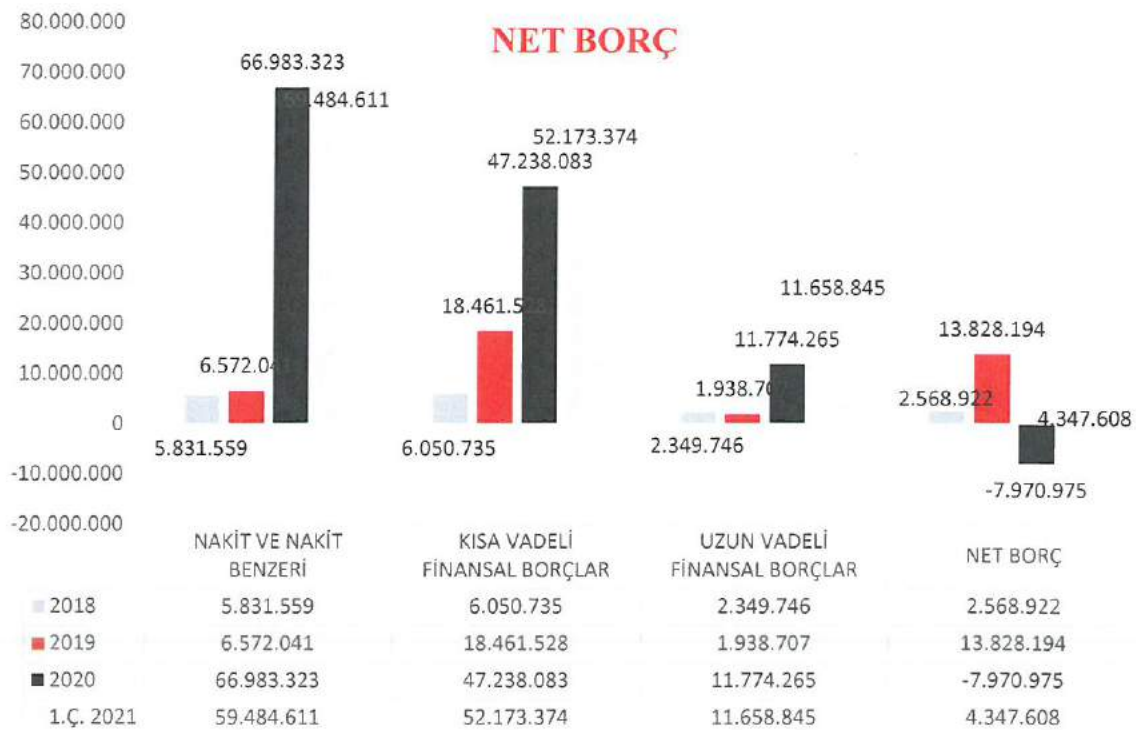
Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam aktiflere oranı 2018 yılında %90 iken, 2019 döneminde ortalama %77 düzeyinde seyretmiş, 2020 yılında ise %66'ya düşmüştür. 2020

yılında kısa vadeli yükümlülüklerin içinde en büyük pay %28 ile kısa vadeli borçlar ve %54 ile ilişkili olmayan taraflardan alınan avanslardan oluşmaktadır (sırasıyla 47.238.083 TL ve 91.048.498 TL). 2020 yılında kısa vadeli borçlar 2019 yılının aynı dönemine göre %156 artmıştır. 2021 yılının ilk çeyreğinde kısa vadeli yükümlülükler toplamı 117.429.351 TL olmuş, buna göre aktif toplamına oranı ise %52 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in kısa vadeli borçlanmaları ve uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları (kiralama işlemlerinden yükümlülükler de dahil); 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sırasıyla 6.050.735 TL, 18.461.528 TL ve 47.238.083 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamın 2021 yılı ilk çeyrek finansallarında 52.173.374 TL'ye yükseldiği anlaşılmaktadır. Söz konusu bakiyeler finansal kiralama yükümlülükleri dışında banka kredilerinden oluşmaktadır. Banka kredileri hem yabancı para hem de TL kredilerinden oluşmaktadır. 2020 yılındaki artış, 2020 yılında tüm dünyayı etkisi altına alan Covid - 19 pandemisi nedeniyle ihtiyatlı davranmak amacıyla Şirket'in likiditesini iyileştirme amaçlı gerçekleşmiştir. Şirket'in nakit pozisyonu bu şekilde güçlendirilmiştir.

IFRS 16 standardına göre, Şirket'in kiralama sözleşmelerinden doğan hakları ve yükümlülükleri, varlık ve yükümlülük olarak bilançosunda gösterilmelidir. 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla kısa vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülük tutarları 60.000 TL ve 23.982 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 ilk çeyrek finansallarında ise bu rakam 9.794 TL'dir.

3.2.3. Net Borç



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

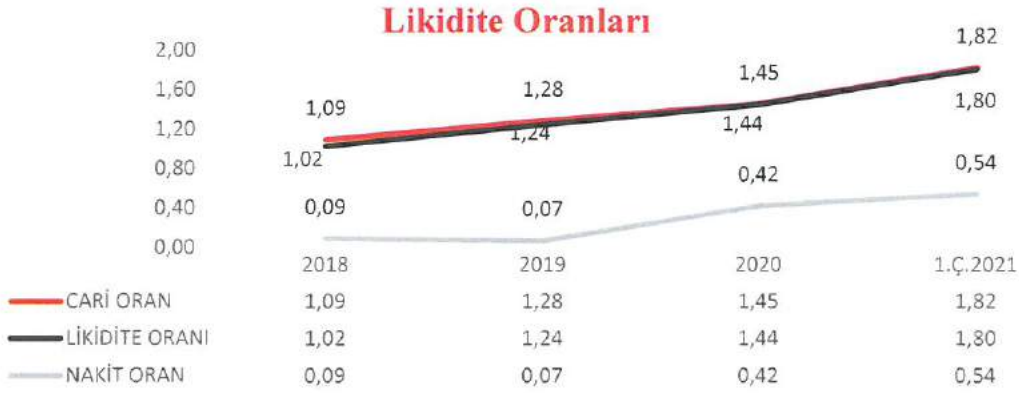


Şirket'in nakit ve nakit benzerleri; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sırasıyla 5.831.559 TL, 6.572.041 TL ve 66.983.323 TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli finansal borçlar sırasıyla 6.050.735 TL, 18.461.528 TL, 47.238.083 TL ve uzun vadeli borçlar sırasıyla 2.349.746 TL, 1.938.707 TL, 11.774.265 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu verilerin ışığında net borç 2018 yılında 2.568.922 TL, 2019 yılında 13.828.194 TL ve 2020 yılında ise -7.970.975 TL hesaplanmıştır.

2021 yılı ilk çeyrek finansalları incelendiğinde, nakit ve nakit benzerlerinin azalması ve kısa vadeli borçların artması sonucu net borç 4.347.608 TL hesaplanmıştır.

*Nakit ve nakit benzerleri kırılımında yer alan "blokeli mevduatlar" kalemi net borç hesaplamasına dahil edilmemiştir. (2020 yıl sonu ve 2021 1.çeyrek blokeli mevduatlar rakamı sırasıyla 4.645.818 TL, 4.503.855 TL)

3.2.4. Likidite Oranları



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

Cari oran : Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler

Asit – Test oranı : (Dönen Varlıklar - Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler

Nakit oran : Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler

2018 - 2020 dönemi ve 2021 ilk çeyrek finansalları incelendiğinde Şirket'in cari, likidite ve nakit oranlarının artış eğiliminde olduğu gözlenmiştir, bu da Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama konusunda daha güçlü bir yapıya ulaştığını göstermektedir.

3.2.5. İşletme Sermayesi

Şirket'in 2018 - 2020 dönemlerinde işletme sermayesi oranlarının dalgalanma gösterdiği görülürken, 2020 yılında ise Covid - 19 sürecinden dolayı, bir önceki yıla göre tahsilat sürelerinde artış gözükmemektedir. Ortalama borç ödeme sürelerine bakıldığında ise 2020 yılında düşüş gözlenmektedir.

DEVİR HIZLARI				
Gün	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Ortalama Tahsilat Süresi	141	92	100	61
Ortalama Stok Tutma Süresi	23	8	3	4
Ortalama Borç Ödeme Süresi	146	76	65	37

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları

4. Değerleme

4.1. Değerleme Yöntemleri

YEO'nun pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

- Pazar Yaklaşımı Kapsamında
 - Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK) – %30
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler
- Gelir Yaklaşımı Kapsamında
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %70

4.1.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin ve bunun yanı sıra ilgili endekslerin değerlendirme çarpanları karşılaştırılarak şirket değeri belirlenmektedir.

Şirket'in çarpan analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanı aşağıda yer almaktadır:

Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK)*: İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

*Çarpan analizi yapılırken işlem hacmi yüksek BIST-100 şirketleri ve buna ek olarak Şirket'in halka arz sonrası ana pazarda işlem görmesi öngörüldüğü için ana pazar şirketleri incelenmiştir. YEO ile benzer faaliyetlerde bulunan yurt içi şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları uç değer veya anlamsız (tanımsız) olduğundan sadece yurt dışı piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanı baz alınarak analiz yapılmıştır.

4.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (INA)

Bu yöntem, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

Tahmini nakit akışlarını bugünkü değere indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti” (AOSM) kullanılmaktadır. AOSM, Şirket’in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket’in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

4.2. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

Global Menkul Değerler olarak yapmış olduğumuz değerlendirme çalışmasında aşağıdaki temel veriler ve varsayımlar kullanılmıştır:

- Değerleme çalışmasında Şirket tarafından sağlanan 2018, 2019, 2020 mali yılları ve 2021 ilk çeyrek dönemi bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablolar kullanılmıştır,
- Şirket değeri hesaplanırken indirgenmiş nakit akımları analizinde oluşturulan projeksiyonlar Covid – 19’un yarattığı belirsizlikler göz önüne alınarak temkinli bir anlayışla hazırlanmış ve 2022 yılı itibari ile Şirket’in ortalama yıllık %18 ile büyüyeceği varsayılmış, sonsuz büyüme oranı ise %4,0 kabul edilmiştir,
- Şirket değeri hesaplanırken son 3 mali yılda işletme giderlerinin net satışlara oranı %12,1 iken, projeksiyon döneminde %14,3 hesaplanmıştır,
- 2020 yılı ve 2021 1. çeyrek FAVÖK marjı sırasıyla %19,7 ve %20,8 olarak gerçekleşmesine rağmen 2021 – 2025 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde FAVÖK marjı %16,0 hesaplanmıştır,
- Şirket değeri hesaplamasında kullanılan çarpan analizinde son 12 ay FAVÖK rakamı kullanılmıştır. 01.04.2020 – 31.03.2021 aralığında Şirket’in yarattığı FAVÖK 68,67 mn TL olarak hesaplanmıştır,
- Çarpan analizinde kullanılan FAVÖK rakamı hesaplanırken esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler ile yatırım faaliyetlerinden gelirler ve giderler kalemleri söz konusu hesaplama katılmamıştır,
- Şirket’in hem piyasa çarpanları analizinde kullanılan FD/FAVÖK rakamları hem de indirgenmiş nakit akımları analizinde kullanılan risksiz faiz oranı 23.06.2021 tarihinde güncellenmiş ve hesaplamalar bu tarihteki değerlere göre yapılmıştır.

4.3. Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

FD/FAVÖK – Söz konusu çarpan, şirketin operasyonel karlılığını, diğer muhasebe ve finansal faktörleri dışarıda bırakarak, nakit akışını yansıtan FAVÖK kalemini baz alması nedeniyle en çok kullanılan değerleme yöntemlerinden biridir. Operasyonel karlılığı ve nakit akışlarını ön plana almasından dolayı benzer şirketler ile karşılaştırmayı olumsuz etkileyebilecek unsurlardan arınmış olan FAVÖK rakamının çalışmada karşılaştırma açısından daha uygun bir ölçüt olduğu öngörölmüş ve FD/FAVÖK arpanı çarpan analizinde kullanılmıştır.

Yurt içi benzer şirket analizi - Yurt içinde Borsa İstanbul'da işlem gören, ana faaliyet konusu YEO ile benzer olan Kontrolmatik (KONTR), Orge Enerji Elektrik (ORGE), Anel Elektrik (ANELE), San-El Mühendislik (SANEL)'in analize dahil edilmesi düşünölmüş fakat firma bazında uç değer veya tanımsız FD/FAVÖK arpanları dolayısıyla analizden çıkarılmıştır.

Yurt dışı benzer şirket analizi - Yurt Dışı arpan Analizi'nde kullanılan Uluslararası Benzer Şirketlerin Bilgileri ve FD/FAVÖK arpanları "Yurt Dışı Benzer Şirket arpanları" tablosunda yer almaktadır. Yurt dışı benzer şirket arpanları tablosu hazırlanırken hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ölkelerden YEO'nun faaliyet alanlarına uygun şirketler seçilmiş ve değerlemeye dahil edilmiştir.

FD/FAVÖK arpanına göre hesaplanan piyasa değeri aşağıdadır:

YURT DIŞI BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI			
Şirketler	Menşei	Açıklama	FD/FAVÖK
Avanceon Ltd.	Pakistan	Üretim teknolojisi süreçleri ve sistemlerinin tasarımı ve geliştirilmesi	16,80x
CACI International	Amerika Birleşik Devletleri	Sistem entegrasyonu, mühendislik ve bilgi güvenliği gibi alanlarda teknoloji ürünleri ve hizmetleri	11,08x
ICF International	Amerika Birleşik Devletleri	Yönetim ve teknoloji danışmanlığı ile beraber altyapı ve kurulum uygulamaları	12,54x
Pae Inc.	Amerika Birleşik Devletleri	Operasyonel destek, altyapı operasyonları, yönetim ve bakım, lojistik, güvenlik, bakım onarım, revizyon ve bilgi optimizasyonu hizmetleri	8,60x

Leidos Holdings	Amerika Birleşik Devletleri	Mühendislik, sistem entegrasyonu, teknik servis ve çözümleri	14,02x
Science Application	Amerika Birleşik Devletleri	Mühendislik ve teknoloji alanlarında modernizasyon, entegrasyon, kurulum ve çözüm hizmetleri	11,35x
Serco Group	İngiltere	Tesislerin, projelerin ve bilgi teknolojisi sistemlerinin yönetimi	6,85x
TietoEVRY	Finlandiya	Akıllı otomasyon, modernizasyon, anahtar teslim proje çözümleri, danışmanlık hizmetleri	11,01x
ManTech International	Amerika	Bilgi teknolojileri, mühendislik, teknik servis ve güvenlik sistemleri üzerine müteahhitlik hizmetleri	15,79x
Avid Technology*	Amerika	Sistem entegrasyonları, anahtar teslim yeşil proje, elektrikli araç bataryaları ve yazılım geliştirmeleri	28,87x
Secunet Security*	Almanya	Veri güvenlik çözümleri, şirketlerin dijitalleşmesi projelerine danışmanlık	38,79x

Kaynak: Bloomberg Terminal

*Avid Technology ve Secunet Security şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanları uç değer olarak değerlendirilmiş ve analize dahil edilmemiştir.

Bu veriler doğrultusunda toplam 9 şirketin FD/FAVÖK çarpanları değerlemeye katılmış ve medyan değeri dikkate alınmıştır. Değerlemeye katılan 9 yurt dışı benzer şirketin medyanı 11.35x bulunmuş ve YEO'nun piyasa değerinin bulunmasında kullanılmıştır.

Yurt dışı benzer şirketler 12 aylık ortalama FD/FAVÖK çarpanı medyanı ve YEO'nun son 12 ay FAVÖK gerçekleştirmelerine göre firma değeri 779,43 milyon TL olarak hesaplanmış, Şirket'in net borç rakamı düşülerek 775,08 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

YEO'nun 20 milyon TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan iskonto öncesi pay başına değer 38.75 TL'dir.

SON 12 AY FAVÖK DEĞERİNİN BELİRLENMESİ	
FAVÖK (milyon TL)	
2020 1. Çeyrek FAVÖK	2,72
2020 Yıl Sonu FAVÖK	49,95
2021 1. Çeyrek FAVÖK	21,45
Son 12 Ay FAVÖK	68,67

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

FD/FAVÖK ÇARPANINA GÖRE PİYASA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ	
FD/FAVÖK Çarpanı	
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı	11,35x
YEO Son 12 Ay (1.Ç-2021) FAVÖK (mn TL)	68,67
Firma Değeri (mn TL)	779,43
2021 1. Çeyrek İtibarıyla Net Borç (mn TL)	4,35
Özsermaye Değeri (mn TL)	775,08
Ödenmiş Sermaye (31.03.2021) (mn TL)	20,00
Pay Başına Değer (TL)	38,75

Kaynak: Bloomberg, Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

4.4.İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemine Göre Şirket Değeri

4.4.1. Varsayımlar

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında kullanılan varsayımlar, Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş finansal verilerini ve gelecek yıllara ilişkin beklentileri yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. İNA modelinde kullanılan varsayımlara ve öngörülere ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

4.4.1.1. Satış Projeksiyonları:

Şirket, gelirlerini proje taahhüt faaliyetleri ve ticari ürün satış faaliyetleri gelirlerinden sağlamaktadır.

Proje gelirleri dört ana grupta gösterilmiştir:

- 2020 yılından devir olan ve devam etmekte olan projeler,
- 2021 yılında sözleşmesi imzalanmış kesinleşmiş projeler,
- Şirket'in teklif verdiği ve kısa listede olduğu, Şirket yönetiminin projeyi alma ihtimalinin %50'nin üzerinde değerlendirdiği projeler,
- Şirket'in iş geliştirme ekibinin takip ettiği potansiyel projelerden geçmişteki teklif/proje alma oranına göre alınacak projeler.

Devam etmekte olan projelerin çoğunluğu 2021 yılı içinde olmak üzere önümüzdeki dönemde faturalandırılacaktır. Devam etmekte olan projeler ile 2021 yılında elde edilmesi beklenen hasılat yaklaşık olarak 127,87 milyon TL tutarındadır. Devam etmekte olan projeler ile 2021 yılı gelir

projeksiyonlarının %31,5'ini karşılayacak düzeyde gelir elde edilmesi planlanmaktadır. Bu satışların %25,2'si Amerikan Doları, %68,1'i Avro, %6,7'si ise Türk Lirası döviz cinsindedir.

Şirket 2021 yılında Nisan ayı sonuna kadar 173.816.879 TL tutarında sözleşme imzalamış olup, bu projelerin 165.671.312,56 TL'si aynı yıl içinde faturalandırılacaktır. 2021 yılında imzalanan sözleşmeler ile 2021 yılı gelir projeksiyonlarının %40,8'ini karşılayacak düzeyde gelir elde edilmesi planlanmaktadır. İmzalanan sözleşme tutarlarının %33,6'sı Amerikan Doları, %10,5'i Avro, %55,9'u ise Türk Lirası döviz cinsindedir. Yine bu projelerin %27'si ihracat, %73'ü ise yurt içi müşterilere aittir. Sözleşmelerde kalan %4,7'lik bakiyenin ise bir sonraki yılda faturalanacağı öngörülmektedir.

Şirket yönetimi tarafından takip edilen ve teklif verilen 661.033.623 TL tutarındaki (ağırlıklı olarak Amerikan Doları ve Avro cinsinden) projelerin yaklaşık %58'inin alınabileceği öngörülmüştür. Bu oran hesaplanırken kazanılma ihtimali %50 ve üzerinde olanlar dikkate alınmıştır. Bununla birlikte, söz konusu teklif aşamasında olan projelerin hak edişlerinin %15'inin 2021 yılında gelire dönüşeceği öngörülmektedir. Kalan bakiyeler ise 2022 ve sonraki yıllarda gelir yaratacaktır.

Şirket'in iş geliştirme ekibinin takip ettiği potansiyel projelerin geçmiş tecrübelerle dayanılarak %25'inin proje olarak kabul edileceği öngörülmüştür. İş geliştirme ekibinin takip ettiği proje sayısı 100'ün üzerinde olup, yaklaşık toplam tutarı 2 milyar TL'nin üzerinde olan bir portföy bulunmaktadır. Bu portföy sürekli olarak güncellenmektedir. Geçmiş tecrübelerle göre alınabilecek projelerin 2021 yılına gelir olarak yansiyacak tutarı toplam proje büyüklüğünün %5'i olarak tahmin edilmiştir.

Satış hasılatındaki dalgalanma, tümevarım yaklaşımıyla detaylandırılmış projeksiyon çalışmasındaki projelerin büyüklüklerinin ve tamamlanma sürelerinin yıldan yıla farklılık göstermesinden ve hak edişlerinin yıllara yayılmasından kaynaklanmaktadır.

Ticari ürün satış faaliyetlerinden elde edilen gelirin 2020 yıl sonu hasılatı içindeki payı %10,9 düzeyindedir. Ticari ürün satışları projeksiyonlara %6,4 - %6,7 aralığında dahil edilmiştir. 2021 yılı Mart sonuna kadar yapılan ticari ürün satışları 13.886.751 TL olarak gerçekleşmiştir (2021/03 hasılatı içindeki payı: %13,4).

Bu varsayımlara göre oluşan gelir - gider projeksiyonları aşağıdaki gibidir:

GELİR TABLOSU PROJEKSİYONLARI						
Mn TL	1.Ç. 2021*	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	103,32	405,7	507,12	608,55	699,83	769,82
<i>Büyüme Oranı (%)</i>	<i>%179</i>	<i>%60</i>	<i>%25</i>	<i>%20</i>	<i>%15</i>	<i>%10</i>
Satışların Maliyeti (-)	65,66	283,99	354,99	425,98	489,88	538,87
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%64</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>
Brüt Kâr	37,66	121,71	152,14	182,56	209,95	230,95
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>%36,50</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>
Faaliyet Giderleri (-)	-16,81	-58,12	-72,65	-87,18	-100,25	-110,28
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%16,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (+)	0,36	-	-	-	-	-
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%0,30</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Faaliyet Kârı	21,21	63,59	79,49	95,39	109,7	120,67
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%20,50</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>
Amortisman	0,24	1,3	1,52	1,74	1,96	2,18
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%0,30</i>	<i>%0,30</i>	<i>%0,30</i>	<i>%0,30</i>	<i>%0,30</i>	<i>%0,30</i>
FAVÖK	21,45	64,89	81,01	97,13	111,66	122,85
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>%20,8</i>	<i>%16,0</i>	<i>%16,0</i>	<i>%16,0</i>	<i>%16,0</i>	<i>%16,0</i>

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

*2021 senesi 1.çeyrek gerçekleştirmelerine istinaden denetim raporundan alınmıştır.

Satışların maliyeti ağırlıklı olarak satılan mal ve hizmet maliyetlerinden oluşmaktadır. 2021 - 2025 yılları gelir tablosu projeksiyonunda satışların maliyeti oranları; Şirket'in son iki yıl içindeki faaliyetlerinin, gelecek dönemlere referans olabilecek nitelikte projelerden oluşması ve Şirket'in hedefleri ile de uyumlu olması sebebiyle bu yılların ortalaması alınarak %70 olarak tahmin edilmiştir. Bu tahmin yapılırken, geçmiş iki yılda gerçekleşen maliyet oranları, devam eden projelerin maliyet oranları, teklif verilmiş ve kısa listede bulunan ve sözleşmeye dönüşme ihtimali %50'nin üzerinde olan potansiyel işlerin maliyet oranları dikkate alınmıştır. Söz konusu maliyet hesaplarında hammadde, işçilik ve genel üretim maliyetleri mevcuttur.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmelere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içinde en çok paya sahip olan gider kalemi %86 oranı ile komisyon giderleridir. Komisyon giderleri değişken bir gider olup satışın gerçekleşmesi halinde gerçekleşecek bir giderdir. Bir diğer önemli gider kalemi ise ücretler kalemidir. Ücret Şirket'in sabit giderlerinden olup her halükarda katlanmak zorunda olduğu giderlerdir. Ücret giderlerinin toplam gider içindeki payı ise %4 civarında tahmin edilmiştir. Bunların dışında dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler, fuar-sergi seyahat ve konaklama giderleri, kargo ve nakliye giderleri, depolama giderleri gibi görece olarak daha küçük kalemlerden oluşan giderler bulunmaktadır. Projeksiyon dönemi hazırlanırken Şirket'in

geçmiş finansalları ile uyumlu olmasına özen gösterilmiştir. Son 3 tam yıl incelendiğinde pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin satışlara oranı yaklaşık %10,0 iken projeksiyon döneminde söz konusu oran %12,8 olarak kabul edilmiştir.

Genel yönetim giderleri projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmelere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Bu giderlerin tamamı sabit giderlerdir. Genel yönetim giderlerini oluşturan önemli kalemler; ücret giderleri, dışarıdan sağlanan faydalar ve amortisman giderleridir. Ücret giderlerinin genel yönetim giderleri içindeki payı %55 seviyesindedir. Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler giderinin toplam içindeki payı %20 seviyesindedir. Amortisman gideri ise %17 paya sahiptir. Bunların dışında sigorta giderleri, müşavirlik, denetim ve avukat giderleri, haberleşme giderleri, araç giderleri, kırtasiye giderleri gibi görece daha az paya sahip giderler bulunmaktadır. Son 3 tam yıl incelendiğinde genel yönetim giderlerinin satışlara oranı yaklaşık %2,0 iken projeksiyon döneminde söz konusu oran %1,5 olarak kabul edilmiştir. Bunun temel nedeni; Şirket hasılatı yabancı para cinsinden artarken, bunun karşısında genel yönetim giderlerinin enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır. 2020 yıl sonu ve 2021 1. Çeyrek finansalları bu varsayımı desteklemektedir (sırasıyla %1,5 ve %1,7).

SATIŞLARIN MALİYETİ VE FAALİYET GİDERİ TAHMİNLERİ										
Mn TL	2018	2019	2020	1.Ç. 2020	1.Ç. 2021	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satışların Maliyeti	71,35	154,45	168,56	26,18	65,66	283,99	354,99	425,98	489,88	538,87
Değişim (%)	-	%116	%9	-	%151	%68,5	%25,0	%20,0	%15,0	%10,0
Satışlara Oranı (%)	%81	%74	%67	%71	%64	%70	%70	%70	%70	%70
Pazarlama, Satış ve Dağıtım	3,87	22,41	37,8	4,44	15	52,07	65,09	78,1	89,82	98,8
Satışlara Oranı (%)	%4,4	%10,8	%14,9	%12,0	%14,5	%12,8	%12,8	%12,8	%12,8	%12,8
Genel Yönetim Giderleri	2,55	3,58	3,78	0,82	1,81	6,05	7,56	9,08	10,44	11,48
Satışlara Oranı (%)	%2,9	%1,7	%1,5	%2,2	%1,7	%1,5	%1,5	%1,5	%1,5	%1,5

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları, Global Menkul Değerler

4.4.1.2. İşletme Sermayesi

- Şirket, ticari alacaklarını ticari borç ödeme süresine kıyasla daha uzun vadede tahsil etmektedir. Bu nedenle Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı pozitif (+) olarak hesaplanmaktadır.
- İşletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken geçmiş yıllardaki ve son 12 aydaki ortalama alacak tahsil süreleri, ortalama stok devir süreleri ve ticari borç ödeme süreleri dikkate alınmış olup, ilgili gelir tablosu kalemlerine dair tahminler de kullanılarak Şirket'in gelecek dönemlerdeki işletme sermayesi değişimi/ihtiyacı tahmin edilmiştir.
- Ortalama tahsil, ortalama stok ve ortalama ticari borç ödeme sürelerinin önümüzdeki 5 yıl boyunca ortalama olarak sırasıyla 84 gün, 4 gün ve 59 gün seviyelerinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- Şirket; sermaye yönetiminde, bir yandan faaliyetlerinin sürekliliğini sağlamaya çalışırken, diğer yandan da borç ve özkaynak dengesini en verimli şekilde kullanarak karını artırmayı hedeflemektedir.

NET İŞLETME SERMAYESİ					
Mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	405,7	507,12	608,55	699,83	769,82
Ticari Alacaklar	93,82	117,27	140,72	161,83	178,02
<i>Ortalama Tahsilat Süresi</i>	<i>84</i>	<i>84</i>	<i>84</i>	<i>84</i>	<i>84</i>
SMM	283,99	354,99	425,98	489,88	538,87
Stoklar*	3,32	4,15	4,98	5,73	6,30
<i>Ortalama Stok Tutma Süresi</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>
Ticari Borçlar	46,15	57,69	69,23	79,61	87,57
<i>Ortalama Borç Ödeme Süresi</i>	<i>59</i>	<i>59</i>	<i>59</i>	<i>59</i>	<i>59</i>
Net İşletme Sermayesi	50,99	63,73	76,48	87,95	96,74
<i>Net İşletme Sermayesi İhtiyacı</i>	<i>10,01</i>	<i>12,75</i>	<i>12,75</i>	<i>11,47</i>	<i>8,79</i>

Kaynak: Global Menkul Değerler

4.4.1.3. Yatırım Harcamaları

Şirket'in 5 yıllık projeksiyonunda bulunan yatırımların yıllar itibarıyla dağılımı aşağıdaki gibidir:

YATIRIM HARCAMALARI					
Mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Kapasite Artırımı	3,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Bakım - Onarım	5,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Kaynak: Şirket Üst Yönetim

2021 yılında yapılacak olan 5.000.000 TL'lik yatırımın büyük bir bölümü yeni edinilen gayrimenkul için yapılacak olan geliştirme ve tefrişat harcamalarından ibarettir. Ayrıca aynı yıl kapasite artışı 3.000.000 TL olarak tahmin edilmiştir. Diğer yıllardaki yatırım harcamaları; eskime ve yıpranmaya yönelik makine teçhizat yenilemeleri, elektronik eşya yenilemeleri ve yine bina ve diğer sabit kıymetlerin bakım ve onarımından oluşmaktadır.

4.4.1.4. Değerleme Parametreleri

İNA yönteminde kullanılan değerlendirme parametreleri aşağıdaki gibidir:

AĞIRLIKLIL ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ (AOSM)					
	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
RİSKSİZ GETİRİ ORANI (%)	17,52	15,00	15,00	14,00	14,00
BETA	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
PİYASA RİSK PRİMİ (%)	6,50	6,00	6,00	6,00	6,00
BORÇLANMA MALİYETİ (%)	17,54	17,54	17,54	17,54	17,54
VERGİ ORANI (%)	23,00	21,00	18,00	18,00	20,00
VERGİ SONRASI BORÇ MALİYETİ (%)	13,51	13,86	14,39	14,39	14,03
SERMAYE MALİYETİ (%)	24,02	21,00	21,00	20,00	20,00
SERMAYE ORANI (%)	55,58	55,58	55,58	55,58	55,58
BORÇ ORANI (%)	44,42	44,42	44,42	44,42	44,42
AOSM (%)	19,35	17,83	18,06	17,51	17,35

Kaynak: Global Menkul Değerler

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında:

Risksiz faiz oranı:

- Risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvil oranı baz alınmıştır.
- 2021 yılı için 23 Haziran 2021 tarihinde geçerli olan 10 yıllık devlet tahvil getiri oranı olan %17,52 kullanılmıştır.
- Son dönemde faiz oranlarında yaşanan volatiliteden dolayı beklentilerin üzerinde seyreden Risksiz Getiri Oranı'nın yılın 2. yarısında yapılması planlanan faiz indirimleriyle beraber düşüşe geçeceği düşünülmüş ve 2022 - 2025 yılları arasında sırasıyla Risksiz Getiri Oranı %15,0, %15,0, %14,0, %14,0 projekte edilmiştir,
- Buna göre 2025 senesinde %14,0 olarak kabul edilen Risksiz Faiz Oranı'nın sonsuz büyüme değeri hesabında da sabit kalacağı varsayılmıştır.

Risk primi:

- Türkiye'nin risk primi 2021 yılı için %6,5 kabul edilmiştir. 2022 – 2025 döneminde risklerin azalması beklentisiyle yarım puanlık bir indirim ile Piyasa Risk Primi %6,0 olarak kabul edilmiştir.

Beta:

- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir dönem için pay getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksini oluşturan tüm payların getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da "1,00" olarak hesaplanmaktadır.

Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak paya özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında "Beta = 1,00" olarak kabul edilmiştir.

Özkaynak maliyeti:

- Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM - Beklenen Getiri = Risksiz Faiz Oranı + Beta x Risk Primi) kullanılmıştır. Buna göre, özkaynak maliyeti 2021 – 2025 projeksiyon dönemi ve sonsuz büyüme değeri için sırasıyla %24,02, %21,00, %21,00, %20,00, %20,00 olarak hesaplanmıştır.

Borçlanma maliyeti:

- Şirket'in bağımsız denetimde son açıklanan finansalları üzerinden uzun ve kısa vadeli hem yerli, hem de yabancı para bazlı borçları için uygulanan faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması alınarak %17,54 hesap edilmiştir. Vergi sonrası borçlanma maliyeti tabloda gösterilmiş, yıllar bazında değişkenlik gösteren kurumlar vergisine göre ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Kurumlar vergisi:

- 17 Kasım 2020 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan "Payları Borsa İstanbul Pay Piyasasında ilk defa işlem görmek üzere en az %20 oranında halka arz edilen kurumların (bankalar, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, ödeme ve elektronik para kuruluşları, yetkili döviz müesseseleri, varlık yönetim şirketleri, sermaye piyasası kurumları ile sigorta ve reasürans şirketleri ve emeklilik şirketleri hariç) paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanır. İndirimden yararlanan hesap döneminden itibaren beş hesap dönemi içinde pay oranına ilişkin bu fıkra da belirlenen şartın kaybedilmesi hâlinde, indirimli vergi oranı uygulaması nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler vergi zıya cezası uygulanmaksızın gecikme faizi ile birlikte tahsil edilir" denilmektedir. Bu kanuna istinaden kurumlar vergisi, projeksiyon döneminde (2021 – 2024) sırasıyla %23, %21, %18, %18, 2025 senesi ve sonsuz değer hesabında ihtiyatlı davranmak adına %20 olarak alınmıştır.

Sonsuz Büyüme Oranı:

- İNA yönteminde sonsuz büyüme oranı %4,0 olarak kullanılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM):

- Yukarıda anlatılan varsayımlar üzerinden değerlendirme yapılmış ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin 2021 - 2025 dönemi için sırasıyla %19,35, %17,83, %18,06, %17,51, %17,35 (sonsuz değer hesabında da %17,35) olacağı öngörülmüştür.

4.4.1.5. İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yöntemi, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve yukarıda anlatılan birden fazla parametreye bağılı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Parametrelerin ve buna bağılı olarak projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay değerine ulaşılabilir.

Tüm bu varsayımlar altında aşağıda yer alan serbest nakit akışı projeksiyonları, %4,0 sonsuz büyüme oranı ve değışken AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 31 Mart 2021 bilanço tarihindeki 4,35 mn TL net borç düşüldüğünde 500,55 milyon TL özsermaye değeri ulaşmaktadır.

İNA analizi sonucunda, YEO'nun 20 milyon TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan iskonto öncesi pay başına değeri 25,03 TL'dir.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI					
Mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	405,7	507,12	608,55	699,83	769,82
<i>Büyüme</i>	<i>%60</i>	<i>%25</i>	<i>%20</i>	<i>%15</i>	<i>%10</i>
SMM (-)	-283,99	-354,99	-425,98	-489,88	-538,87
<i>SMM/Net Satışlar</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>	<i>%70</i>
Brüt Kâr	121,71	152,14	182,56	209,95	230,95
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>	<i>%30</i>
İşletme Giderleri (-)	-58,12	-72,65	-87,18	-100,25	-110,28
<i>İşletme Giderleri/Net Satışlar</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>	<i>%14,30</i>
Faaliyet Kârı	63,59	79,49	95,39	109,7	120,67
<i>Faaliyet Kâr Marjı</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>	<i>%15,70</i>
Amortisman	1,3	1,52	1,74	1,96	2,18
FAVÖK	64,89	81,01	97,13	111,66	122,85
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%16</i>	<i>%16</i>	<i>%16</i>	<i>%16</i>	<i>%16</i>
Vergi* (-)	-14,63	-16,69	-17,17	-19,75	-24,13
<i>Vergi Oranı</i>	<i>%23</i>	<i>%21</i>	<i>%18</i>	<i>%18</i>	<i>%20</i>
İşletme Sermayesi Değışimi	-10,01	-12,75	-12,75	-11,47	-8,80
Yatırım Harcamaları (-)	-8	-3	-3	-3	-3
Serbest Nakit Akımları	32,17	48,57	64,21	77,44	86,92
AOSM (%)	%19,35	%17,83	%18,06	%17,51	%17,35
İskonto Faktörü	0,88	0,75	0,63	0,55	0,47
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI	28,17	36,45	40,67	42,29	40,65

Kaynak: Global Menkul Değerler

*Kurumlar Vergisi hesaplamasında anlatılmıştır.

Mn TL	
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	188,24
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	4,00
Sonsuz Değer	677,10
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	316,66
Firma Değeri	504,90
2021 1. Çeyrek Net Borç	4,35
Özsermaye Değeri	500,55
Ödenmiş Sermaye (31.03.2021)	20
Pay Başına Değer (TL)	25,03

Kaynak: Global Menkul Değerler

5. Sonuç

Şirket'in değerlemesinde hem çarpan analizi hem de indirgenmiş nakit akımları yöntemleri kullanılmıştır.

Çarpan analizi yapılırken yurt içi benzer şirket çarpanlarının uç değer veya tanımsız olması nedeniyle değerlemeye alınmamış, yurt dışı benzer şirket çarpanları ise nihai değerlemeye %30 oranında dahil edilmiştir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemine ise %70 ağırlık verilmiştir. Bu ağırlıklandırma sonucunda özsermaye değeri **582,91 milyon TL** olarak bulunmuştur.

DEĞERLEME SONUCU		
Mn TL		
İndirgenmiş Nakit Akımları	%70	350,39
Çarpan Analizi	%30	232,52
Değerleme Sonucu		582,91

Kaynak: Global Menkul Değerler

Bu değerlendirme sonucuna göre hesaplanan pay değeri 29,15 TL olarak belirlenmiştir. Elde edilen bu değere %31,38 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz pay fiyatı 20,00 TL olarak hesaplanmıştır.

BİRİM PAY DEĞERİ	
Mn TL	
Ödenmiş Sermaye	20
Değerleme Sonucu	582,91
Pay Değeri (TL)	29,15
Halka Arz İskontosu (%)	%31,38
Halka Arz Pay Değeri (TL)	20,00

Kaynak: Global Menkul Değerler